

株高持続を阻む3つのハードル

株式会社日本総合研究所 副理事長 湯元健治

1. はじめに

9月上旬以降、米国株価(NYダウ)は節目の2万6,000ドルを突破し、9月20日には、年初来高値を更に8ヵ月振りに更新、その後、一進一退の局面が続いているが、基本的に堅調な推移が続いている。日本株(日経平均)も、9月28日に2万4,000円台に乗せ、翌10月1日には年初来高値を更新したが、その後は2万3,500円台に反落している。日米ともに、株価上昇のスピードが速く、過熱感も出始めていただけに、最近の下落はスピード調整の色彩が強いが、トレンドとして、来年に向けて株価上昇が続くかどうかは、なお慎重にみておく必要がある。筆者の予想した3つのシナリオのうち、「日米株価は徐々に上昇基調を取り戻し、年初来高値を更新する」とのシナリオが現実化した形だが(詳しくは、湯元健治の視点「年後半以降のマーケットを読む」2018.7.10参照)、現時点では、株高持続を阻む3つのハードルが立ちはだかつており、株価の先行きを過度に楽観視することは出来ない。下手をすると、年初の大幅な下落を想起させる第2弾の調整を余儀なくされるリスクにも目配りが必要だ。現在の株高は、(1)米中貿易戦争泥沼化、(2)FRBの利上げ加速、(3)米長期金利の上昇という3つのリスクファクターが燻り続ける中での現象だからだ。

2. 米中貿易戦争の影響がいよいよ顕在化へ

まず、市場は最大のリスク要因である米中貿易戦争がエスカレートするリスクは小さくなったとして、先行きに対する懸念が薄れつつある。確かに、(1)北米自由貿易協定(NAFTA)交渉で、米国がカナダと合意、(2)日米が自動車関税引き上げ留保を前提として物品貿易協定(TAG)について交渉開始、(3)米国が2,000億ドルの対中製品への制裁関税率を当初表明した25%から10%に引き下げるなど、これ以上の保護主義加速は考えにくいと思わせる出来事が相次いだことが、市場の懸念を和らげたことは事実だ。しかし、筆者が元々見ていた通り、トランプ大統領は中間選挙が近づくとつれて、強硬姿勢一点張りから、徐々に成果を強調するスタンスに転じている。

カナダは、カナダ抜きでメキシコと貿易協定を結ぶというトランプ大統領の脅しに屈する形で、自動車輸出数量自主規制で妥協した。日本も自動車関税引き上げをちらつかせる米国に妥協し、2国間交渉に応じるとの姿勢に転換したが、TAGは米国が要求する日米FTA協定とは異なるというのが日本側の見解であり、米国とは同床異夢に過ぎない。火種はなお燻っており、中間選挙後はより厳しい要求が米国から突き付けられるはずだ。対中関税賦課についても、中国が報復措置を取れば、(1)税率を25%に引き上げる、(2)追加で2670億ドル相当の中国製品に制裁関税をかけると言っており、現在の状況は一時的な小康状態に過ぎない。

実際、米中貿易戦争が泥沼化し、実体経済に今後、悪影響が広がるとの懸念は中国サイドでより強い。上海総合指数は、世界的な株価上昇を背景に2,800ポイント台まで持ち直していたが、再び2,800ポイントを割れて下落基調に転じている。中国人民銀行は10月8日、今年3回目となる預金準備率の引き下げに踏み切り、ネットで7,500億元の流動性を供給し

たが、市場の不安は収まらず、効果は限定的なものに止まっている。人民元相場も 1 ドル 6.9 元台と 1 年 7 ヶ月振りの安値に下落し、防衛ラインとされる 7 元台に迫っている。米国の制裁関税の直接的影響が現れるのは 10 月以降とみられるが、市場はそれを先取りして反応している。少なくとも中国のマーケットの動向からは、米中間選挙前の妥協成立はあり得ないとみておく必要があるだろう。

3. FRB の利上げ打ち止め観測は時期尚早

市場が楽観する第 2 の要因は、2019 年の後半にも FRB の利上げが打ち止めになるとの観測だ。直近の FOMC 議事要旨によれば、多くのメンバーが「それほど遠くない将来」に FRB が金融政策を緩和的と表現することを止めることが適切になる公算があるとしている。これは、FF 金利が景気刺激的でも景気抑制的でもない中立金利水準にいずれ達すると読むことが出来るが、実際、9 月 25~26 日の FOMC では今年 3 回目の利上げが実施され、声明文からは「緩和的」との文言が削除されている。中立金利水準は 2.9%とされているが、0.25%幅の利上げが今後あと 3~4 回実施されれば、FF 金利は中立金利水準に達するため、早ければ来年半から後半にかけて利上げ打ち止めが意識されている。Blomberg の調査では、来年 9 月に利上げが打ち止めとなるとの見方が多数を占めている。

ただし、筆者の見方では、中立水準に達すれば、即利上げ打ち止めとなる訳では必ずしもない。市場は米中貿易戦争の影響やトランプ大統領の利上げ批判を考慮するとみている節があるが、貿易戦争の影響は、景気よりもインフレ懸念を強める方向に作用する。また、露骨な政治圧力は却って逆効果になりかねないとみるべきだろう。最近の FOMC メンバーの金利予想を表すドットチャートでみると、2018 年の利上げはあと 1 回、2019 年は 3 回、2020 年は 1 回、2021 年は利上げなしとなっており、利上げ打ち止めは、2020 年に入ってからと読める。FOMC メンバー内でも (1)中立水準に達したら一旦様子見、(2)中立水準到達後も利上げ継続のどちらかに意見が分かれている模様であり、どちらになるかは、米国のインフレ圧力の強さにかかっているといえよう。仮に、(1)のケースで利上げを一旦停止しても、インフレ圧力の強さが確認された場合には、利上げ再開となることは間違いない。

4. 長期金利の上昇が示唆するインフレ圧力

それでは、米国のインフレ圧力をどうみるべきだろうか。その兆候の一つが、長期金利の上昇だ。米国 10 年物国債利回りは、9 月中旬に 3%台に乗せて以降、ジリ高傾向が続いており、直近では 3.25%と 7 年 3 ヶ月振りの水準に上昇している。長期金利の上昇は、通常、政策金利の上昇期待を反映するか、将来のインフレ懸念の高まりを示す。政策金利の動向を最も端的に示すのは、2 年物国債利回りだが、これもジリ高傾向にある。ただし、そのテンポは足下で近い将来の利上げ打ち止めを織り込み緩やかとなっているのに対して、10 年国債利回りは、むしろ上昇テンポを速めている。この違いは、インフレ圧力の高まりを示唆している可能性がある。

直接的に期待インフレ率を示すのは、BEI(ブレーク・イーブン・インフレ率)だが、足下では 2.17%と安定圏内にはあるものの、ジリ高基調にある。これは、原油価格(WTI 先物)がジリ高傾向にあり、足下 1 バレル 75ドル前後まで上昇していることが影響している。原油価格の上

昇は、トランプ大統領のイラン制裁が近く発動され、イラン産原油の供給が減少すると懸念を反映している。さらに、中国製品への関税賦課の影響が今後、消費者物価の上昇に跳ね返ることは必至だ。2,000 億ドル規模の中国製品のかなりの部分は衣料品や日用品、家電製品などの消費財が対象となるためだ。

9月の雇用統計では、非農業就業者数は134万人と伸び悩んだものの、失業率が3.7%と1969年12月以来、49年振りの低さとなった。1人当たり賃金上昇率も2.8%と前月より小幅低下したものの、高めの数値となっており、将来のインフレの兆しを感じさせる。現段階では、米国のインフレが加速するとまで断言はできないが、物価を巡る環境は、徐々にインフレを予感させるものになってきており、こうした状況下で、FRBが中立水準で利上げを打ち止めにする保証などないといえよう。そうなった場合、現在小康状態にある新興国通貨・株安が再燃するリスクも決して過小評価できない(詳しくは、湯元健治の視点「新興国リスクをどうみるか」2019.9.11 参照)。トルコ、アルゼンチンなど限定的な範囲内にとどまっている新興国通貨安がより広範に広がる場合には、世界経済の落ち込みを招き、米国株価暴落の引き金となりかねない。IMFは、2016年7月以来2年振りに、世界経済の成長率予測を引き下げた。引き下げ幅は3.9%から3.7%へと小幅だが、その要因として、米中貿易摩擦のエスカレートと新興国市場の動揺を上げている点には警戒が必要だ。

5. おわりに

とはいえ、米国の株高を支えている本源的な要因である企業業績の好調さは大きく変わっていない。米国企業の本年7~9月期の1株当たり利益は、前年比20%の増益予想となっており、3期連続2割増益達成なら8年振りの快挙と言える。その根底には、米国経済を始めとする世界経済の高成長があることは言うまでもない。ただし、増益率のうち半分はトランプ政権による大型減税の影響があることは割り引いて見る必要がある。今後、減税の影響が剥落していくことは確実であり、米中貿易戦争の激化は、米国企業の対中輸出鈍化と米国消費者物価の上昇、長短金利の上昇という形で米国経済、ひいては企業業績にも重石となつてのしかかって来よう。米国株価の割安・割高感を示す予想PERは19倍と1月下旬の株価暴落前の水準に上昇しており、いつ急落が生じてもおかしくない。米国経済、物価、金利動向には、今まで以上に慎重な目配りが必要な時期に差し掛かっているのではないか。

(2018.10.10)